

# 辩证看待股改大环境下的我国权证市场

刘俊棋

(厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:**我国证券市场权证的再次推出已经有一年,在27只上市交易的权证中有2只到期退市,这2只退市权证到期成为一堆“废纸”,再次给权证投资者敲响权证投资风险之大的警钟。在权证作为股改配套方案推进股改进程的同时,我们应该认识到权证市场仍然存在一些问题需要解决。

**关键词:**权证;股权分置改革;对价

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-5557(2007)01-0021-03

## 一、我国资本市场中的权证市场

### (一) 与配股业务相联系的我国权证市场

国外权证市场的发展要追溯到1911年美国电力公司发行的股本权证,之后权证作为重要的金融衍生工具在发达国家的证券市场扮演着举足轻重的角色。虽然我国证券市场开展的时间较晚,对金融衍生工具的探索也处于初步阶段,但权证在我国资本市场的面世却相对较早。在1992年6月,我国就推出了第一张权证——飞乐股份的配股权证,持有配股权证的投资者获得了在约定的时间内以配股价参与配股的权力,这是一种权力而非义务,当然权证持有者也可以通过二级市场把权证交易出去而转让这种权力。在这之后,中国证券市场推出了宝安、悦达、东百、桂柳工等配股权证,前后共发行14只权证,这些权证都属于公司认股权证,权证的行权可以增加公司的股本。接下来的市场交易中,由于权证交易过于活跃,投机气氛浓烈,终于在1996年6月终止了沪深两市的权证交易。这是中国较早的金融衍生产品开发的尝试,可以说,这次尝试是失败的。

### (二) 股改大环境下的我国权证市场

中国证券市场由于历史的局限性导致了近三分之二的股票不能流通,解决股权分置问题成为我国证券市场刻不容缓的一件大事。十年多的发展,中国证券市场已经有一千三百多个上市公司发行了股票,这些公司质量参差不齐,公司治理结构差异较大,股票溢价也各不相同,这就使得股权分置改革的方案很难由监管部门统一口径,搞一刀切,应该根据各个上市公司的实际情况逐个解决。这次股改思路也基本上体现这一点,即“统一组织、分散解决、尊重市场”。

从近一年多的股改运作情况来看,由非流通股股东向流通股股东无偿支付股票的送股方式比较普遍,支付现金、缩股、回购、注入优质资产等股改解决方案在市场中也比比皆是,

而配送权证方案在市场可以说是比较引人关注的。截至9月1日沪深两市共有22家上市公司发行了27种不同的权证,数量相对较少,这和监管部门对“发行权证的公司流通股在3亿股以上,流通市值在30亿元人民币以上”的限制条件是分不开的。由于股改的原因,权证这个比较初级的金融衍生产品再次出现在中国的证券市场,权证的类型也出现了演变,由十年前的公司权证市场过渡到现在除长电权证外的备兑权证市场,这也基本上符合了国际权证市场的演化历程。上市公司发行权证作为流通对价可以说是这次股改的一大亮点,对股改的顺利完成做出了贡献:解决各股改主体(非流通大股东、分散持有的法人股东、持有成本较低的流通股股东、持有成本较高的流通股股东等)之间的矛盾;防止股改后的正股价格剧烈波动;建立有效的风险转移机制等等。而同时,权证的再次推出也为我国证券市场的金融衍生产品的发展奠定基础。

权证市场经过一年多的运行,大致呈现以下几个特点:

1. 交易活跃。我国权证市场采取T+0的交易制度,而股票市场则采取T+1的交易制度,导致了权证交易的活跃度远远超过了股票,以退市的宝钢权证为例,宝钢权证上市一年间总换手率高达35966.8%,总成交金额也达到1783.76亿元,宝钢权证日平均换手率就达到148.62%,日平均成交金额为7.37亿元,成交异常活跃。相比股票市场,这样的交易活跃度是难以想象的。

2. 涨跌幅度大。由于权证的涨跌幅度主要取决于正股的涨跌幅度,是其当日涨跌幅度的125%,而权证的价位比正股价位低得多,所以权证的当日涨跌幅度多在百分之二三十以上,甚至更高,可能超过100%;再加上T+0交易的原因,所以当日波动幅度较大。宝钢权证涨跌幅在10%以上的交易日层出不穷就很好地说明了这一点。

**作者简介:**刘俊棋(1979-),男,福建莆田人,硕士研究生,研究方向:金融市场与证券投资。

3. 权证与正股联动, 权证杠杆效应明显。权证基本上保持了与正股的联动效应(尤其是价内权证), 正股涨跌导致的权证理论价值变动直接影响着权证的内在价值从而进一步影响权证的市场价格。从正股股价波动以及相应权证波动情况来看, 权证的波动幅度远远超过了正股的波动, 权证的杠杆效应比较明显。

4. 权证溢价高, 风险凸现。相当一部分的权证是价外权证, 从 2006 年 9 月 1 日的收盘情况来看, 27 只权证中有 14 只权证属于价外权证; 大多数的价内权证市场价格远远高于其理论价值, 权证溢价较高。溢价较高就很难成为合理的避险工具, 对投资者来说持有的风险较大。两只到期的权证, 即宝钢权证和万科权证到期无法行权而被注销, 投资者损失殆尽, 投资权证风险较大。

## 二、权证产品的推出适应了股改的需要

《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”的要求, 之后一年多改革的操作原则和基本做法得到了市场认同, 改革的政策预期和市场预期趋于稳定。在众多股改方案中, 配送权证的方案也基本上适应了这次股改的宗旨和沪深两交易所推出权证产品的设计思路和管理原则。

### (一) 权证产品的推出加快了股改进程

在对股改方案可选择发行权证的上市公司进行条件约束下, 22 个发行权证的上市公司基本上都是大盘绩优股, 这可以避免一些绩差上市公司假借发行权证名义给予流通股股东不合理的对价补偿, 同时也可以减轻因权证发行规模较小而导致的人为操纵等投机行为。在这次 22 家发行权证的上市公司中, 万科权证免费配送权证, 非流通股股东没有支付其他对价; 其他发行权证的上市公司非流通股股东支付给流通股股东的对价相对市场平均而言也较低, 这和这些公司本身的质地较为优良有关, 平时给予股东的回报也较丰厚, 长期发展前景也较佳, 对价无需一定高过市场平均对价。因此, 权证的推出可以很好地解决持股成本高的股东由于要求提高补偿幅度而选择否定原方案的决定而持股成本低的股东由于可以获得既得补偿利益而同意股改原方案的决定之间的矛盾, 这可以减少股改障碍, 顺利地推进股改的进行。

### (二) 权证产品活跃了市场交投, 稳定了股票市场

中国证券市场经历了几年的持续低迷, 交易冷清, 又面临着解决股权分置改革这一历史重大课题, 市场能否稳定, 能否吸引场外资金入场是一关键问题。权证的适时推出对活跃市场交投起到了至关重要的作用, 尽管这其中不免参杂投机因素, 但权证远远超过股票的换手率以及其特有的杠杆效应还是吸引了相当一部分的资金关照证券市场。而资金的流动性决定了其不仅仅局限于权证市场, 股票市场也会成为获利资金或为规避权证市场风险的资金的避风港。

从到期的宝钢权证和万科权证的情况来看, 这两种权证到期时都属于价外权证, 3.877 亿份宝钢权证中只有 554.2559 万份行权, 行权比例为 1.43%; 21.403 亿份的万科认沽

权证中只有 15953 份行权, 行权比例不到 0.001%, 基本上都是被发行人注销而退出市场。以发行权证作为股改配套方案的上市公司发行权证时的权证行权价定价就体现了其在权证存续期维持股价稳定的信心, 两只权证到期均未大规模行权就体现了这一点, 这对股改期间市场的繁荣稳定, 推进股改顺利进行很有帮助, 并且发行权证的公司股本一般比较庞大, 这些股票的市场表现相对稳定可以很好地起到稳定股票市场的作用, 证券市场并未因为权证的推出而出现大幅度的波动。

### (三) 权证为金融衍生产品开发投石问路, 化解股票市场风险

党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济若干问题的决定》提出“积极推进资本市场的改革开放和稳定发展, 扩大直接融资。建立多层次资本市场体系, 完善资本市场结构, 丰富资本市场品种”。这为今后我国资本市场的发展指明了方向。2004 年 2 月份, 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中也明确提出“建立以市场为主导的品种创新机制。研究开发与股票和债券相关的新品种及其衍生产品。”我国证券市场品种结构比较单一, 市场主要以股票、债券为主。虽然这些年来也致力于新产品的开发, 如基金的大发展, 可转债的慢热等, 但是不可否认的是我国仍然缺乏有效的避险工具, 这难免会加大市场的风险, 投机之风无法得到遏制。如果直接推出股指期货、股票期货等风险性较大的金融衍生产品的话, 市场能否迅速适应还无法给予肯定回答。而权证是风险相对较低的金融衍生产品, 在股改之际部分上市公司推出权证方案, 正好适应了国家对开发新产品的要求, 也为今后我国推出其他风险较高的金融衍生产品从产品设计、产品管理、产品拓展方面做好准备。

## 三、权证推出后暴露的市场问题

从宏观角度看, 权证市场的推出适应了这次股改的需要, 对股改能顺利进行起到功不可没的作用; 而从微观角度看, 一年来权证市场在运行过程中还是暴露了一些问题, 对于这些问题我们不能视而不见。

### (一) 中小投资者素质跟不上, 易形成投机

金融衍生工具的推出是为避险需要而不是为投机铺路, 这当然无法规避投机现象, 但是因为投资者的素质原因而导致的投机加剧, 这不得不让人遗憾。这次权证的推出可以说对大部分的中小投资者来说还是一头雾水(相当一部分投资者是在 2000 年的大牛市才进入市场的, 对市场尤其是权证市场还比较陌生), 虽然中小投资者在交易权证前被要求和券商草草签订一份风险协议书, 但有几个真正意识到风险之巨大, 以至于 2006 年 8 月 23 日, 当宝钢权证终止交易后, 共有 44682 个账户持有宝钢权证股份, 其中个人账户数 44645 户, 占比 99.9%。这些账户的宝钢权证投资将或被注销规零, 或行权遭受更大额外损失。今后我国市场上将推出更多风险更高的金融衍生工具, 如果投资者素质不高会面临更大

的风险。这就需要我们的监管部门、中介机构等在推出这些品种之前大力宣传,在推出这些品种之后认真督促,普遍提高投资者风险意识。而只有市场各参与主体对新产品的理解更为深刻,这个市场才能朝更为理性、更为健康的方向发展。

#### (二) 权证理论价值和市场价格差异较大,不合理

权证的内在价值由权证的理论价值和时间价值决定,在交易的权证中,除华菱权证外,其余的权证市场价格都高于内在价值或者理论价值,有些甚至是高得离谱,如退市的宝钢权证,其理论价值为负数,而市场价格却相当长一段时间在1元以上。之所以会出现这样的价格差异,很大因素是因为权证是一种稀缺性资源,市场供给不是很充分。现在市场中的权证随着时间的推移将陆陆续续到期,而新权证的推出毕竟有限,这会加剧这种稀缺性,使市场的供求更加失衡。监管部门现在就应该注意这种潜在问题,增加市场的供给,供给应保持市场基本的供需平衡,避免权证因为稀缺性而带给投资者更多的风险。

#### (三) 价格剧烈波动,缺乏引导机制

权证价格时常暴涨暴跌,上市之初往往连续涨停,与交易所开盘定价相去甚远;过后又经常转入连续下跌;而暴涨也在不经意间短时间实现。权证日涨跌幅在两位数以上司空见惯,580998 机场权证 2006 年 7 月 13 日一天可以轻易上涨近 54%;而 038002 万科权证在交易日的最后一天跌幅近 100%,跌无可跌,权证随着到期日的临近风险往往得到最大释放。权证的价格剧烈波动,这和新兴市场价格缺乏比较标准,人为操纵等因素参杂有关,这就需要有合理的价格引导机制,比如香港的权证市场推出的发行商制度,由发行商报

价,给投资者一个价格参考,减少市场不成熟而导致的价格失衡。

#### (四) 监管在前瞻性、时效性等方面仍不足

权证作为我国证券市场上比较早的金融衍生产品的尝试,监管方面的经验直接事关当前市场和今后衍生产品继续推出的成功与否。这次权证的尝试在监管方面仍有些缺位:权证的创设问题方面,事前的考虑不足使得两市创设与否不一致;市场的操纵问题方面,价格的剧烈波动,监管层无计可施,等等。权证市场能否成功运行,和管理层的监管得力与否直接相关,我们应该吸取上世纪 90 年代权证发行失败的教训,并借鉴国外权证市场成功运行的宝贵经验,加强事前监审、事中监督、事后检查的监管原则,全面监控,促进权证市场健康发展。

#### 参考文献:

- [1] 杨璨,周珠铃. 权证与我国资本市场的发展[M]. 证券市场, 2005, (11): 45- 46.
- [2] 杨海凤, 郑刚. 认股权证的风险管理[M]. 数字财富, 2004, (6): 78- 81.
- [3] 高春涛,王庆仁. 认股权证的发展及影响[M]. 证券市场导报, 2005, (5): 67- 69.
- [4] 杨正洪. 认股权证及其在国内证券市场的应用[M]. 证券市场导报, 2003, (3): 19- 25.
- [5] 张贞智,韩莉. 认股权证及其应用探析[M]. 金融理论与实践, 2004, (7): 104; 105.

(责任编辑: 黎 芳)